



管涛：债市、汇市与美债



意见领袖 | 管涛

突如其来的债市动荡

这是上周最大的金融新闻了。11月16日，因国债收益率本月累计上行二三十个基点，关于银行理财数百亿赎回、公募基金给银行下跪等市场传闻四起。债券市场仿佛即将崩溃，市场流动性突然枯竭了。

据说这是资管新规之后，净值化管理惹的祸。债券收益率上行、债券价格下跌，导致净值化管理的银行理财和债券基金类产品出现亏损。于是投资者赎回，债券价格进一步下跌，形成负反馈效应。

美联储六次加息累计 375 个基点，欧央行三次加息累计 200 个基点，其中首次加息就 50 个基点，一举退出实施 8 年之久的负利率时代，美国和欧洲债券市场都没有崩盘。英格兰央行八次加息累计 290 个基点，只是因为前政府减税计划的操作，才引发了英国国债风暴、养老基金危机。



为应对国内疫情散发、地缘政治冲突、美联储紧缩等因素的超预期冲击，今年中国出台了稳增长一揽子措施及接续政策。人民银行加大稳健货币政策的实施力度，除创新结构性货币政策工具，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持外，还频频降准降息。

继 1 月份下调政策性和市场基准利率后，人民银行于 4 月份再次下调法定存款准备金率，5 月和 8 月份各下调了一次 5 年期贷款市场报价利率（LPR），8 月份还各下调了一次 1 年期中期借贷便利利率（MLF）、7 天逆回购利率和 1 年期 LPR 利率。8 月份，广义货币供应（M2）同比增长 12.2%，增速较 3 月份提高 2.5 个百分点，为 2016 年 5 月份以来新高；货币乘数为 7.97 倍，较 3 月份增加 7.0%，为史上最高。

这保持了流动性合理充裕，8 月份，市场利率纷纷创下年内甚至史上新低。当月，月均上海银行间隔夜拆借利率（Shibor）为 1.12%，较上年底回落 77 个基点；7 天银行质押式回购利率（DR007）为 1.42%，回落 74 个基点；2 年和 10 年期中债收益率分别为 2.14%和 2.67%，回落 35 和 17 个基点。前 8 个月，中国走出了“债强股弱”的行情，债市躺赚“央妈”的钱。

花无百日红。尽管 9 月份以来，人民银行依然按照稳增长接续措施的要求创设了政策性开发性金融工具、设备更新改造专项再贷款等结构工具，为实体经济提供更有力的支持。但是，降准降息的市场预期却屡屡落空，M2 增速回落，货币市场利率走高。10 月份，M2 增长 11.8%，增速较 8 月份回落 0.4 个百分点；货币乘数为 7.85 倍，下降 1.5%；月均隔夜 Shibor 和 DR007 分别上行 22 和 23 个基点。

11 月份，货币市场利率进一步走高。特别是市场没有等到降准降息，却等到了 11 月 15 日央行 MLF 到期缩量投放。尽管人民银行当天就做出澄清，指出当月已通过抵押补充贷款（PSL）、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元，中长期流动性投放总量已高于本月 MLF 到期量 1 万亿。但这难掩市场失望情绪。到 11 月 16 日，隔夜 Shibor 和 DR007 分别较上日上行 8 和 7 个基点，较上月底累计上行 20 和 7 个基点，均升至 2%附近，8 月份二者曾经分别低至 1%和 1.3%附近。

屋漏偏逢连夜雨。9、10 月份，货币市场利率上行，债券市场利率还

比较稳定，月均 2 年期中债收益率较 8 月份累计下跌 4 个基点，10 年期中债收益率累计上行 5 个基点。进入 11 月份，债券市场利率也一路上行，到 11 月 16 日，2 年和 10 年期中债收益率较上月底分别上升 31 和 19 个基点。债券价格暴跌，引燃了债市恐慌。

据说债市价格下跌是因为 11 月 11 日出台优化疫情防控 20 条和房地产金融支持 16 条措施后，市场预期中国经济复苏前景改善，未来利率有可能上行。

当然，任何事情存在就是合理。各方都可以从这次债市波动中汲取经验教训。两年前银保监会主席郭树清在陆家嘴论坛上的讲话犹在耳边。当时他指出，还需要考虑大规模刺激政策将来如何退出，因为进入的时候四面八方都欢欣鼓舞，退出的时候可能将十分痛苦。通俗地讲，就是现在政策刺激的力度越大，未来退出的成本和难度就越高。这应该是中国政府包括人民银行一再强调，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币的良苦用心吧。2020 年 5 月份以后，市场利率触底回升、债市调整的例子就殷鉴不远。

无惧汇率调整的外汇市场

9 月份，时隔两年，人民币汇率再度跌破整数关口。10 月份，人民币延续了调整行情，到月底一度跌破 7.30，创下 14 年来的新低。

伴随着人民币汇率调整，当月市场贬值压力和预期均有所增强。月均（境内银行间市场下午四点半）收盘价相对当日中间价的偏离为 +1.26%

(正值代表收盘价相对中间价偏贬值方向), 环比上升 0.34 个百分点, 远高于 8 月份平均 0.11% 的水平。其中, 10 月 24 和 25 日, 收盘价相对中间价偏离均在 1.90% 以上。特别是 25 日人民币汇率收盘价为 6.3085, 当日银行间市场美元对人民币汇率触及涨停。

同期, 1 年期无本金交割远期 (NDF) 隐含的人民币汇率贬值预期平均为 2.34%, 环比上升了 0.84 个百分点, 远高于 8 月份平均 0.54% 的水平; 境内外风险逆转指标 (看涨美元/看跌人民币期权与看跌美元/看涨人民币期权的波动率之差) 分别为 1.42% 和 1.63%, 环比分别上升 0.22 和 0.36 个百分点。

然而, 最新外汇收支数据平息了对外汇市场追涨杀跌的担忧, 人民币汇率承压不改境内外汇市场平稳运行态势。10 月份, 银行即远期 (含期权) 结售汇逆差 13 亿美元, 为连续两个月逆差, 但逆差环比减少 35 亿美元。其中, 即期结售汇逆差 119 亿美元, 上月为顺差 83 亿美元; 银行代客远期净购汇累计未到期额环比下降 138 亿美元, 未到期期权德尔塔净结汇敞口减少 33 亿美元, 二者合计, 银行外汇衍生品交易在即期市场提前净卖出

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49185

